

**На правах рукописи**

Золотарева Ольга Александровна

**РАЗВИТИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ОСНОВ  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ  
(НА ПРИМЕРЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ)**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Автореферат**  
диссертации на соискание ученой степени  
доктора экономических наук

Санкт-Петербург – 2015

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»

**Научный консультант:** доктор экономических наук, профессор  
**Кроливецкая Людмила Павловна**

**Официальные оппоненты:** **Дубова Светлана Евгеньевна**, доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», профессор кафедры денежно-кредитных отношений и монетарной политики

**Ключников Игорь Константинович**  
доктор экономических наук, профессор, ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный университет», профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента

**Коцегулова Ильмира Рустамовна**  
доктор экономических наук, доцент, ФГБОУ ВПО «Уфимский государственный авиационный технический университет», заведующий кафедрой финансов и экономического анализа

**Ведущая организация** – Федеральное государственное образовательное учреждение высшего образования «Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)»

Защита диссертации состоится «\_\_» октября 2015 года в \_\_ часов на заседании диссертационного совета Д 212.354.05 при Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» по адресу: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, д.21, ауд.\_\_\_\_\_

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на сайте <http://www.unecon.ru/dis-sovety> Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет».

Автореферат разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2015 г.  
Ученый секретарь  
диссертационного совета

Евдокимова Н.А.

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Монетарная (денежно-кредитная) политика является составной частью экономической политики любого государства. Вместе с бюджетно-налоговой политикой она определяет масштабы, структуру и темпы экономического развития страны в отдельно взятый период времени, исходя из поставленных задач и целей и используя различные финансовые инструменты для их достижения. Развитие экономических отношений в рыночных условиях хозяйствования нередко сопровождаются кризисами. Последний мировой финансовый кризис, начало которому было положено в 2008 году, был уникален во многих отношениях: масштабами обесценения активов, географией охвата, разнообразием форм проявления в различных группах стран, беспрецедентностью принятых на государственном и международном уровнях антикризисных мер. Этот кризис имел тяжелые последствия для развитых стран, но особенно – для развивающихся, к которым относятся Россия и Беларусь. Он продемонстрировал недостаточность традиционных инструментов денежно-кредитной политики для его преодоления. В этих целях центральные банки как развитых, так и развивающихся стран обратились к ранее не использовавшимся нетрадиционным инструментам денежно-кредитного регулирования и активизации совокупного спроса.

Возникший в годы финансовых потрясений кризис практики экономического регулирования сопровождался кризисом научных представлений о роли, целях, инструментах и институтах монетарной политики. Последнее стало предметом оживленных научных дискуссий как на конференциях, так и в экономической печати вместе с вопросами о необходимости и возможности регулирования финансовых рынков, а также о последствиях этого регулирования и об институциональном взаимодействии основных экономических регуляторов. Исходя из вышеизложенного, актуальность темы диссертационного исследования очевидна, особенно ввиду его направленности на развитие институциональных основ государственной монетарной политики в Республике Беларусь.

**Степень научной разработанности проблемы.** Научно-методологическую основу проведенного исследования составили труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов.

Вопросы теории и практики денежно-кредитной политики исследовались в работах Дж. М. Кейнса, А. Лейонхувуда, Д. Патинкина, Дж. Р. Хикса, П. Дэвидсона, М. Фридмена, Л. Харриса, Р. Миллера, Ф. Мишкина, Г. Саймонса, П. Самуэльсона, Т. Сарджента, Р. Лукаса, Д. Тейлора, И. Фишера, Т. Холуба, Дж. Тобина и др. Наиболее известные работы российских ученых, посвященные анализу и обобщению зарубежного и отечественного опыта денежно-кредитного регулирования, принадлежат: А. В. Аникину, А. А. Андрюшину, Ю. И. Бобракову, Г. Н. Белоглазовой, С. Е. Дубовой, А. М. Козловской, Л. Н. Красавиной, В. В. Кузнецовой, О. И. Лаврушину, Н. А. Мокашовой, Г. Г. Матюхину, С. Р. Моисееву,

И. М. Осадчей, О. Л. Роговой, В. К. Сенчагову, С. В. Пятенко, В. М. Усоскину, А. В. Улюкаеву, А. А. Хандруеву, Г. Г. Фетисову, В. Н. Шенаеву, Р. М. Энтову и некоторым другим авторам.

Причины и уроки финансового кризиса и его влияние на денежно-кредитную сферу России и других стран с формирующимися рынками были рассмотрены в работах М. В. Ершова, Т. А. Галочкиной, С. Р. Моисеева, А. В. Улюкаева, Г. А. Тосуняна, В. Н. Усоского и других.

Поскольку в основе эффективности мер денежно-кредитной политики лежит вопрос о роли денег в экономике для нас важными были исследования, нацеленные на определение сущности современных денег, каналов их поступления в экономику, влияния на реальные переменные и цены. Эти проблемы исследовались в работах следующих ученых: М. А. Абрамовой, Г. Н. Белоглазовой, В. Е. Гаврилова, А. С. Генкина, С. Ю. Глазьева, И. С. Иванченко, И. Р. Кошегуловой, В. Э. Кроливецкой, И. Н. Люкевича, М. Ю. Малкиной, Ю. В. Пашкуса, С. М. Петрикова, А. С. Селищева, С. К. Семенова, В. И. Тарасова, А. О. Тихонова и др.

Анализ целей, элементов, инструментов, трансмиссионных механизмов и последствий нетрадиционной денежно-кредитной политики проведен в работах Б. Бернаке, А. Виссинг-Йоргенсон, Р. Доббса, Дж. Йеллен, А. Кришнамурти, К. Лагард, С. Лунд, Ф. Мишкина, Н. Рубини, Э. Свансона, Л. Свенссона, Жан-Клода Трише, Дж. Уильямса, Р. Фармера, а также в работах других ученых и специалистов-практиков. В российской литературе исследованиями нестандартной монетарной политики занимались С. А. Андрюшин, И. Л. Кавицкая, В. В. Кузнецова, Н. А. Сапункова и другие ученые.

Взаимосвязь монетарной и фискальной экономической политики рассматривалась в работах таких зарубежных исследователей как Г. Табеллинни, К. Рогоффа, К. Рейнхарда, Л. Свенссона, К. Уолша, а также в исследованиях российских ученых: С. А. Андрюшина, М. А. Атаманчука, И. С. Букиной, А. В. Дементьева, В. В. Кузнецовой, Е. Н. Лозгачевой, С. А. Мерзлякова, С. Э. Пекарского, А. Г. Шульгина.

Вместе с тем, при всей широте и глубине проведенных вышеперечисленными авторами исследований в области денежно-кредитного регулирования, последние все же не являются исчерпывающими ввиду быстро меняющейся в мире экономической ситуации, что соответственно требует опровержения или доказательств устоявшихся точек зрения, а также новых научных гипотез и исследований. Так, в частности, до конца не раскрыты свойства современных денег и перспективы их использования в экономике в условиях глобализации. Недостаточно изучены и раскрыты особенности институциональной структуры денежно-кредитной политики в разных группах стран, как и сами институциональные основы последней в понятийно-оценочном смысле, а также необходимость и последствия использования с конца 2000-х годов нетрадиционной денежно-кредитной политики и степень ее институциональности. В последнем случае особого внимания заслуживает предло-

жение ряда ученых о создании для формирования и регулирования рынка капитала отдельной макроструктуры, что вызывает необходимость более тщательного его научно-теоретического обоснования, а также разработки механизма реализации.

Недостаточно изученными остаются и вопросы, связанные с ролью финансовой дезинтермедиации в развитии институциональных реформ денежно-кредитной политики.

Все вышеизложенное послужило основанием для проведения дополнительного исследования в настоящей диссертационной работе и определяет ее актуальность.

**Цель и задачи диссертационного исследования.** Целью диссертационной работы является развитие теоретико-методологических основ денежно-кредитного регулирования для выработки концепции реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики Республики Беларусь.

В соответствии с поставленной целью были определены следующие задачи исследования:

- изучить сущность, виды и взаимодействие институтов современной денежно-кредитной политики;
- исследовать сущность базового института денежно-кредитной политики – денег – и провести четкое разграничение их понимания в экономическом и юридическом смыслах;
- доказать необходимость использования в современных условиях новых показателей для оценки экономического развития различных стран на основе базовых институтов денежно-кредитной политики;
- проанализировать на основе компаративного подхода цели и инструменты традиционной и нетрадиционной денежно-кредитной политики в развитых и развивающихся странах;
- исследовать организационные аспекты проведения в разных группах стран нетрадиционной денежно-кредитной политики и ее результативность;
- проследить эволюцию целей и режимов денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь в период с 2000 по 2014 год;
- оценить роль основных инструментов денежно-кредитной политики Национального банка Беларуси в решении задач денежно-кредитного регулирования экономики;
- с целью определения содержания и типа монетарной политики Национального банка Беларуси в посткризисный период провести предметный анализ динамики величины, состава и структуры его баланса;
- на основе изучения теоретических и практических аспектов государственной монетарной политики Республики Беларусь разработать концепцию реформирования ее институциональной структуры.

**Область исследования.** Диссертационное исследование соответствует следующим пунктам Паспорта специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки): 1.3. Теория и методология

влияния финансовой системы на результаты социально-экономического развития; 1.6. Институциональные аспекты финансовой системы; 8.1. Теория, методология и концептуальные основы формирования и функционирования денежной системы и механизмов денежного обращения; 11.3. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования является денежно-кредитная политика в условиях снижения возможностей использования ее традиционных инструментов. Предметом исследования являются институциональные основы денежно-кредитной политики как синергетическое единство двух аспектов ее функционирования: организационно-структурного и понятийно-оценочного.

**Теоретической и методологической базой исследования** являются фундаментальные научные труды отечественных и зарубежных ученых и прикладные научные разработки в области макроэкономической политики, теории денег и процента, денежно-кредитного регулирования в развитых странах и странах с формирующимися рынками, институциональной экономики, экономической синергетики, экономической компаративистики. В работе использованы материалы научных конференций, симпозиумов, посвященные проблемам денег и инфляции, выбора целей и режимов денежно-кредитной политики, применения традиционных и нетрадиционных инструментов денежно-кредитного регулирования, взаимодействия центрального банка и правительства, безинфляционного усиления финансовой глубины экономики, развития процессов финансовой дезинтермедиации и секьюритизации и их влияния на институциональную достаточность экономической политики, формирования социального доверия как базового института современной денежно-кредитной политики.

Методологической основой диссертации являются общенаучные и специальные методы и приемы научного познания: анализ и синтез, индукция и дедукция, конкретизация и абстрагирование и другие методы диалектики и формальной логики, а также методы статистического и компаративного анализа, графическое и формальное представление результатов экономического анализа.

**Информационную базу исследования** составили данные государственной статистики, банковской статистики национальных (центральных) банков различных стран, Глобальной базы данных Всемирного банка, Международного валютного фонда, законодательные и нормативно-правовые акты, регулирующие деятельность банков, данные эконометрических исследований, посвященных практическим аспектам денежно-кредитной политики, научные отчеты экономического и финансового характера, годовые отчеты национальных (центральных) банков, международных и национальных бирж, ресурсы глобальной информационной системы Интернет, материалы научно-практических конференций и семинаров.

**Обоснованность и достоверность результатов исследования.** Обоснованность выводов исследования обеспечена применением современ-

ных теоретических разработок по теме диссертации. Достоверность результатов диссертационной работы основывается на использовании общенаучных и специальных методов научного познания, глубоком изучении специальной научной литературы по теме исследования, анализе статистических и фактических данных.

**Научная новизна результатов исследования** состоит в развитии теоретических и методических положений, направленных на совершенствование денежно-кредитного регулирования, развитие институциональных основ государственной монетарной политики; в разработке концепции реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики в Республике Беларусь.

**Наиболее существенные результаты исследования, обладающие научной новизной и полученные лично соискателем, состоят в следующем:**

1. В развитие теории экономического институционализма автором предложена собственная трактовка институциональной структуры денежно-кредитной политики, которая представлена как единство организационного и понятийно-оценочного аспектов. В понятийно-оценочном смысле институциональная структура денежно-кредитной политики определена как информационная система, определяющая поведение людей и организаций на денежном рынке и рынке капитала. Установлена иерархия базовых, вспомогательных и производных институтов денежно-кредитной политики и дана им характеристика.

2. Выделены особенности институциональной структуры денежно-кредитной политики стран с формирующимися рынками, основными из которых является включение института контроля в состав базовых институтов, а также недостаточная роль комплементарных институтов в институциональной матрице денежно-кредитной политики.

3. Доказано, что основным критерием для определения сущности денег является свойство ликвидности. Проведено разграничение понятий «денежный материал» и «денежная субстанция», что позволило выявить принципиальные различия в юридическом и экономическом подходах к категории «деньги». Денежная субстанция представлена в качестве ликвидного поля с разными квантами ликвидности в отдельных точках этого поля, выраженного в контексте теории нечетких множеств.

4. Теоретически обоснованы различия между сущностью денег и их содержанием. Сущность денег отражает их внутреннее свойство всеобщей обмениваемости, а содержание денег включает еще и внешние связи денег с производством, обращением и другими экономическими категориями, и таким образом, представляет собой совокупность существенных и несущественных связей и компонентов. Последнее служит основанием для введения в научный оборот понятия «структура содержания денег» и определения категории «деньги» как особого института, представляющего собой совокупность

формальных и неформальных устойчивых норм, и находящегося в комплементарных отношениях с институтом доверия.

5. Опираясь на имеющийся в экономической литературе подход к инфляции как процессу перераспределения национального дохода и общественного богатства, автор доказывает, что для идентификации истинной инфляции недостаточно фиксировать повышение уровня абсолютных цен. Необходимо отслеживать также изменение наиболее важных пропорций в системе относительных цен. Данный посыл позволил автору сформулировать вывод о неэффективности денежно-кредитных рестрикций как средства преодоления инфляции и обосновать его результатами практической деятельности Национального банка Республики Беларусь в области реализации денежно-кредитной политики.

6. Доказано, что макроэкономическая дискреция, целью которой является полная занятость ресурсов на основе естественной безработицы, и инфляционное таргетирование, предполагающее низкую стабильную инфляцию, имеют единое логическое основание. Низкие положительные значения инфляции дают возможность полного задействования традиционных каналов и инструментов денежно-кредитной политики, что позволяет отнести инфляционное таргетирование к монетарной дискреции.

7. Доказана необходимость перехода от измерения уровня экономического развития различных стран с использованием потоковых показателей к показателям, характеризующим степень финансовой глубины экономики; разработана интеллект-карта, обосновывающая и отражающая этот переход. Для объективизации категории «общественный (социальный) капитал» автором предложено использование понятия «синергетичность экономики», аппроксимируемого индикаторами финансовой глубины экономики.

8. На основе компаративного подхода проведен анализ традиционной и нетрадиционной денежно-кредитной политики в развитых странах и странах с формирующимися рынками, что позволило доказать масштабный переход с 2008 года центральных банков развитых стран от традиционных мер денежно-кредитной политики к нетрадиционным инструментам поощрения совокупного спроса, в результате чего операционной целью центральных банков становится ликвидность в целом. Выявлены также квазифискальный характер и институциональная недостаточность нетрадиционной денежно-кредитной политики.

9. В результате эволюционного анализа целей, инструментов и режимов денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь за период с 2000 по 2014 год доказано, что она носила в основном рестрикционный характер из-за неверного «диагноза» инфляции, что не способствовало должному экономическому развитию в стране.

10. Разработана авторская концепция реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики в Республике Беларусь:



- в целях содействия синергетическому усложнению национальной экономики разработаны механизмы формирования базовых и комплементарных институтов денежно-кредитной политики в Республике Беларусь;
- обоснована необходимость создания в республике особой макроструктуры – Инвестиционного банка первого уровня – для формирования и спецификации оборота финансового капитала и освобождения Национального банка от непрофильных фискальных функций;
- для реализации целей и задач Инвестиционного банка предложена особая депозитно-инвестиционная схема формирования и размещения его ресурсов, особенность которой заключается в привлечении инвестиционных вкладов под инвестиционные проекты с механизмами минимизации рисков и повышения ликвидности вкладов инвесторов;
- предложена модель приватизации государственной собственности в Республике Беларусь с использованием Инвестиционного банка первого уровня, основным преимуществом которой является получение предприятиями широкого доступа к финансированию, увеличение возможностей получения ими стратегического инвестора, обеспечение личного участия инвестора в управлении предприятием.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в формировании на основе результатов исследования комплекса знаний, развивающих представление об институциональных основах денежно-кредитной политики. Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в научной и учебной деятельности при изучении вопросов, связанных с определением сущности денег, исследованием эволюции и современного состояния денежно-кредитной политики в развитых странах и странах с формирующимися рынками, анализом институциональной обеспеченности нетрадиционной денежно-кредитной политики, выявлением способов повышения монетизации экономики на безинфляционной основе.

**Практическая значимость** заключается в возможности использования разработанной автором концепции реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики при подготовке законодательной и нормативной базы по совершенствованию государственной монетарной политики, развитию рынка капитала, проведению приватизации, созданию институционального обеспечения экономического развития Республики Беларусь.

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты диссертационного исследования обсуждались на 14 международных научных и научно-практических конференциях, в том числе: на Международной научно-практической конференции для аспирантов и молодых ученых «Социально-экономические основы управления экономическим потенциалом региона» (г. Гомель, ГГУ, 2005 г.), Международной научной конференции – Чтениях, посвященных памяти М. В. Научителя «Актуальные проблемы развития экономической науки» (г. Гомель, ГГУ, 2008 г.), Международной научно-практической конференции «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і

практика» (г. Сумы, УАБД НБУ, 2009 г.), Всеукраинской научно-практической конференции «Методы финансового обеспечения устойчивого экономического развития» (г. Севастополь, СНТУ, 2009 г.), Международной научно-практической конференции «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (г. Черкасы, ЧИБД УБД НБУ, 2009 г.), Международной научно-практической конференции, посвященной двадцатилетию технического сотрудничества центральных банков «20 years of technical central bank cooperation» (DEUTSCHE BUNDESBANK EUROSISTEM, 2011), Международной научно-практической конференции «Экономика и право в современном мире» (г. Волгоград, Региональный центр социально-экономических и политических исследований «Общественное содействие», 2012 г.), Международной научно-практической конференции «Финансовые рынки Европы и России. Устойчивость национальных финансовых систем: поиск новых подходов» (г. Санкт-Петербург, СПбГУЭФ, 2012 г., 2013 г.), Международной научно-практической конференции «Банковская система: устойчивость и перспективы развития», (г. Пинск, Республика Беларусь, 2010 г., 2012 г., 2013 г., 2014 г.), Международной научно-практической конференции «Проблемы и пути социально-экономического развития: город, регион, страна, мир», (г. Санкт-Петербург, ЛГУ им. А. С. Пушкина, 2012 г., 2013 г., 2014 г.), Международной научно-практической конференции «Модернизация экономики и управления» (г. Ставрополь, СКФУ, 2013 г.) Международной научно-практической конференции «Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики» (г. Харьков, ХИБД УБД НБУ, 2013 г.), Международной научно-практической конференции, посвященной 290-летию Санкт-Петербургского государственного университета, «Устойчивое развитие: общество и экономика» (г. Санкт-Петербург, СПбГУ, 2014 г.).

Результаты диссертационного исследования докладывались на заседании Консультативного совета при Национальном банке Республики Беларусь, что подтверждается справкой о возможности практического использования результатов исследования.

Полученные автором теоретические результаты исследования использованы в отчете по НИР «Проблемы формирования целостной макроэкономической инфраструктуры и Банк капиталов», выполненной по договору с БРФФИ от 01.05.2010 г. № Г10Р-048 (код темы по УДК 338.22.021.4:338.1(476), государственный регистрационный номер—20110422).

Материалы диссертационного исследования внедрены и используются в учебном процессе Полесского государственного университета при чтении курсов «Деньги, кредит, банки», «Денежное обращение и кредит», «Монетарная политика и банковский надзор» специалистам, а также при чтении специального курса «Денежно-кредитная политика» магистрантам, что подтверждается актом о внедрении.

**Публикации.** Всего по теме диссертации автором опубликовано 49 работ (авторский объем 40,48 п. л.), в том числе 4 монографии (авторский

объем 21,97 п. л.) и 16 статьей в научных журналах, рекомендованных ВАК России (авторский объем 8,95 п. л.).

### **Структура диссертации:**

Введение

Глава 1 Теоретико-методологические основы исследования институциональной структуры денежно-кредитной политики

1.1 Институты монетарной политики: сущность, виды, взаимодействие

1.2 Деньги как базовый институт денежно-кредитной политики

1.3 Определение критериев экономического развития на основе базовых институтов денежно-кредитной политики

Глава 2 Компаративный анализ современной денежно-кредитной политики

2.1 Содержание компаративного подхода к анализу денежно-кредитной политики

2.2 Эволюция целей денежно-кредитной политики

2.3 Компаративный подход к оценке традиционных инструментов денежно-кредитной политики

2.4 Нетрадиционная денежно-кредитная политика: сущность, цели, инструменты, институты

Глава 3 Становление и развитие денежно-кредитной политики в Республике Беларусь

3.1 Формирование целей и режимов денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь

3.2 Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Республике Беларусь

3.3 Эволюция процентной политики Национального банка Республики Беларусь

3.4 Оценка содержания денежно-кредитной политики Республики Беларусь на основе анализа баланса Национального банка

Глава 4 Концепция реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики в Республике Беларусь

4.1 Необходимость создания Инвестиционного банка первого уровня как особой макроэкономической структуры для спецификации оборота капитала в Республике Беларусь

4.2 Роль Инвестиционного банка первого уровня в активизации инвестиционного спроса

4.3 Инвестиционный банк первого уровня как посредник в деле приватизации

4.4 Взаимодействие Инвестиционного банка первого уровня с другими макроэкономическими институтами белорусской экономики

Заключение

Библиографический список

Приложения

## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

**В развитие теории экономического институционализма автором предложена собственная трактовка институциональной структуры денежно-кредитной политики, которая представлена как единство организационного и понятийно-оценочного аспектов.**

В организационном аспекте институциональная основа монетарной политики хорошо изучена и освещена в экономической литературе. Она представлена системой органов, отвечающих за проведение монетарной политики; совокупностью элементов правового и экономического обеспечения деятельности центрального банка, включающей его правовой статус, структуру целей и задач монетарной политики, систему органов управления центрального банка, его независимость, открытость и подотчетность; системой формальных и неформальных взаимосвязей и взаимоотношений институтов макроэкономической политики.

Институциональная структура монетарной политики в понятийно-оценочном смысле определена нами как информационная система, определяющая поведение людей и организаций на денежном рынке и рынке капитала. Выявлена иерархия базовых, вспомогательных и производных институтов монетарной политики, представленная на рисунке 1. Определяя иерархию институтов, автор придерживался позиции основоположника экономического институционализма – Дж. Коммонса, который разграничивал категории «институт» и «институции», положив в основу разграничения различие между деятельностью и объектами, создаваемыми посредством этой деятельности. Институт он определял как коллективное действие по контролю индивидуального действия, а институции как продукты этого контроля.

К числу базовых институтов современной монетарной политики мы относим институт денег и институт доверия, поскольку они определяют ее содержание. Роль института доверия возрастала по мере утраты деньгами материального основания. Эволюционно данный институт трансформировался из дополнительного элемента институциональной системы монетарной политики в промежуточный, а затем базовый институт. Нами выделены две категории вспомогательных институтов. Первая группа вспомогательных институтов (институты гарантии и репутации) находится с базовыми в отношениях комплементарности, то есть способствует устойчивости и развитию денежно-кредитной системы. Вторая категория вспомогательных институтов находится в диалектическом отношении к базовым институтам: наряду с отношениями комплементарности здесь возможны отношения субституциональности. К этой категории мы отнесли институт контроля. К производным институтам мы отнесли инвестиции, сбережения, доход, цены, занятость и др., которые могут различаться в разных странах по составу в зависимости, прежде всего от промежуточных таргетов, а значит и трансмиссионного механизма монетарной политики.

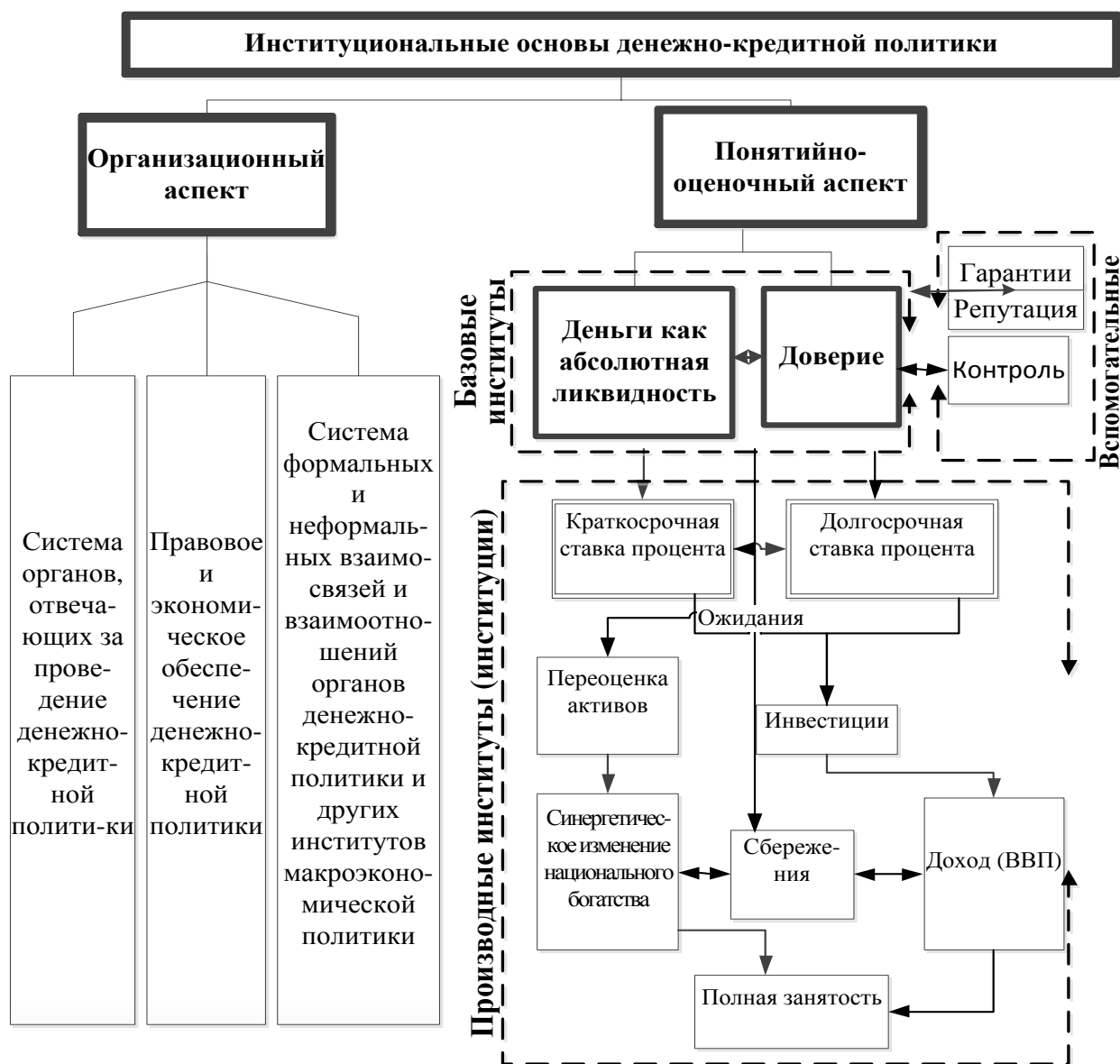
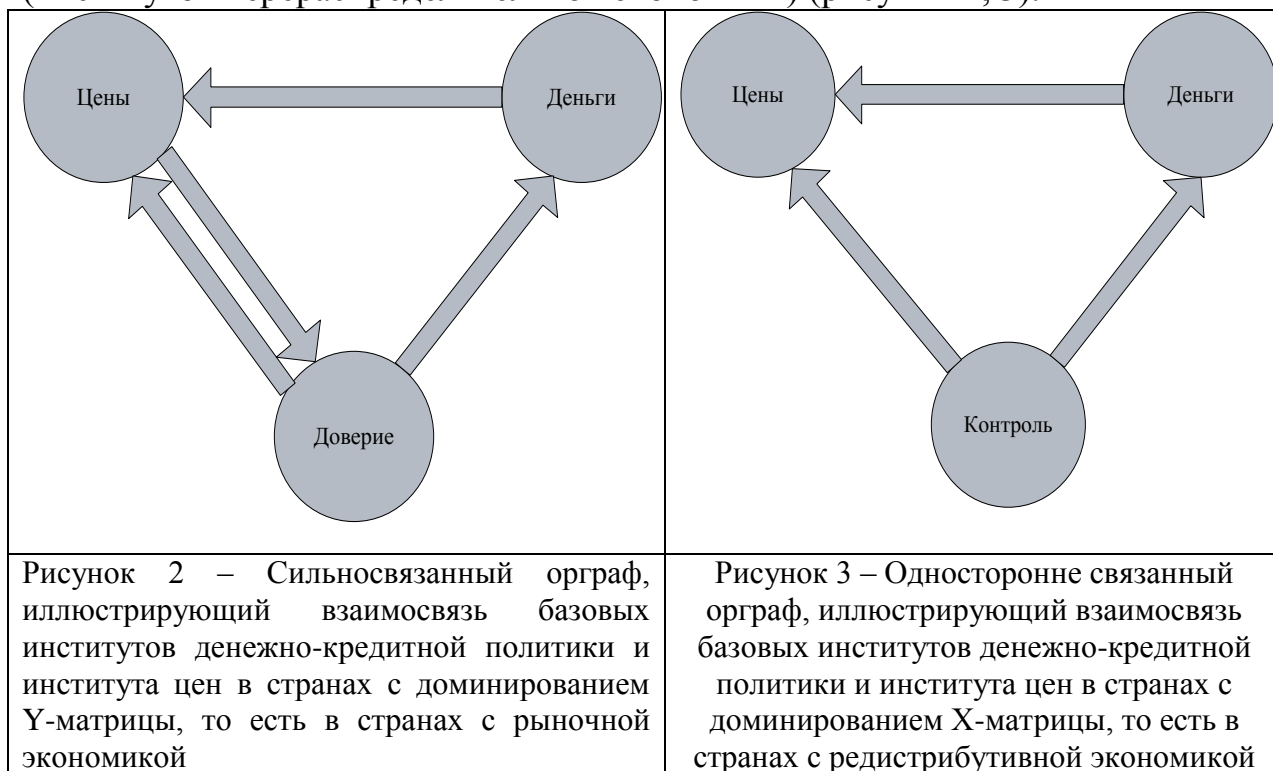


Рисунок 1 – Институциональная структура денежно-кредитной политики

**Выделены особенности институциональной структуры денежно-кредитной политики стран с формирующимися рынками.** Доказано, что ее отличительной чертой является высокая роль института контроля, где он входит в группу базовых институтов. На практике в этих странах институты контроля и доверия в институциональной структуре денежно-кредитной политики меняются местами. Институт доверия является конструктивной противоположностью института контроля. При этом отношения субституциональности преобладают над отношениями комплементарности. В целом институциональная основа денежно-кредитной политики стран с формирующимися рынками характеризуется недостаточным развитием комплементарных институтов. Повышение их роли в денежно-кредитной политике этих стран будет способствовать развитию и совершенствованию институциональной матрицы денежно-кредитной политики.

На основе теории институциональных матриц С. Г. Кирдиной нами предложены две когнитивные системы, отражающие соотношение базовых

институтов монетарной политики и уровня инфляции в странах с доминированием Y-матрицы (то есть, институтов рыночной экономики) и X-матрицы (институтов перераспределительной экономики) (рисунки 2, 3).



**Доказано, что основным критерием в определении сущности денег является свойство ликвидности. Проведено разграничение понятий «денежный материал» и «денежная субстанция», что позволило выявить принципиальное различие в юридическом и экономическом подходах к категории «деньги». Денежная субстанция может быть представлена в качестве ликвидного поля с разными квантами ликвидности в отдельных точках этого поля, выраженного в контексте теории нечетких множеств.**

В настоящее время обсуждение вопроса о сущности денег ведется в основном не в экономическом, а в правовом поле, в рамках которого деньги определяются как универсальное общепринятое средство обмена. Доминирующим в определении сущности денег является функциональный подход. Тем не менее, выполнение деньгами какой-либо одной из известных в настоящее время функций денег не может лежать в основе определения сущности денег. В решении данной научной проблемы мы основывались на кейнсианском подходе, который оценивает поведение хозяйствующих субъектов с точки зрения предпочтения ликвидности. Именно свойство ликвидности позволяет экономическому активу выполнять функции денег. Данное свойство может быть имманентно присуще активу, исходя из его природных свойств, или приобретено посредством встраивания инструментов, снижающих риск реализации данных активов в глазах участников рынка. Объективный процесс финансовой дезинтермедиации, интенсивно развивающийся в последние десятилетия, является естественной формой преодоления инсти-

туциональной ограниченности денежной субстанции пределами правового поля. Вырабатываемые в рамках данного процесса финансовые и правовые инструменты снижения риска многократно расширяют сферу ликвидности, придавая денежной субстанции характер психологического поля, полюсом которого является абсолютная ликвидность. Данное представление о существовании денежной субстанции позволило нам представить ликвидное поле в контексте теории нечетких множеств, которая наглядно иллюстрирует различие между юридическим и экономическим пониманием сущности денег (рисунок 4).

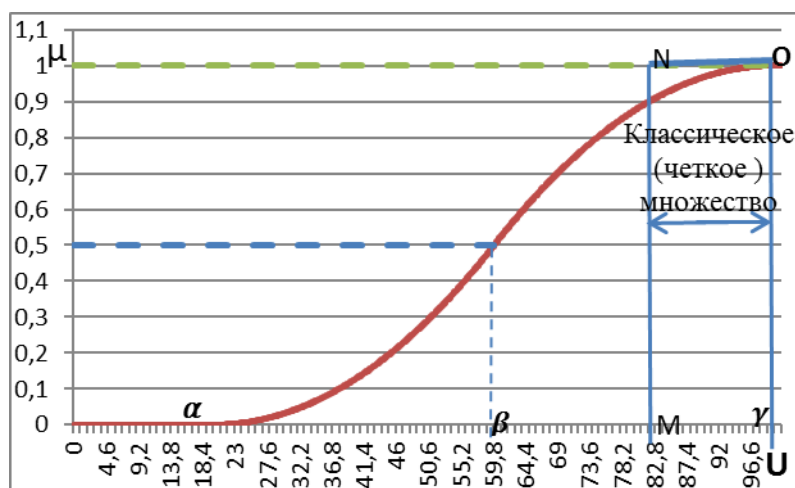


Рисунок 4 – График, иллюстрирующий функциональную принадлежность нечеткого множества «деньги» классическому множеству «ликвидность»

Проведенное в диссертации разграничение понятий «денежная субстанция» и «денежный материал» по критериям однородности и изотропности позволило выявить анизотропность и неоднородность денежной субстанции, что в теории денег означает способность денежной субстанции проявлять различную степень ликвидности при взаимодействии с различными элементами системы в зависимости от экономических условий, изменений и событий (неоднородность), а также от психологического настроения в обществе (анизотропность). Данный взгляд на деньги соответствует кейнсианской традиции, внесшей в теорию денег понятие времени и неопределенности и рассматривающей деньги как активный элемент экономической системы. Взгляд на деньги количественной теории совпадает с юридическим подходом, отождествляющим деньги и денежный материал. Именно поэтому мы соотносим категорию «денежный материал» с юридическим взглядом на сущность денег, а категорию «денежная субстанция» – с экономическим пониманием сущности денег.

Таким образом, наша трактовка сущности денег исходит из того, что категория «деньги» с экономической точки зрения гораздо шире понятия юридических денег. Так как мы установили, что деньги представляют собой ликвидное поле с разной степенью ликвидности в разных его точках, и, следовательно, с помощью разного рода финансовых инноваций можно изменять степень ликвидности различных активов, увеличивая, таким образом,

денежную массу, то важнейшим источником эмиссии становится финансовый рынок в целом, а не только банковская система.

**Теоретически обосновано различие между сущностью денег и их содержанием. Сущность денег (абсолютная ликвидность) отражает их внутреннее свойство всеобщей обмениваемости, а содержание денег включает еще и внешние связи денег с производством, обращением и другими экономическими категориями, и таким образом, представляет собой совокупность существенных и несущественных связей и компонентов. Последнее послужило основанием для введения в оборот понятия «структура содержания денег» (рисунок 5) и определения категории «деньги» как особого института, представляющего собой совокупность формальных и неформальных устойчивых норм, и находящегося в племенных отношениях с институтом доверия.**

Разделяя точку зрения многих экономистов на то, что современные деньги, не имея внутренней стоимости, имеют, тем не менее, представительную стоимость, диссертант определяет представительную стоимость как превращенную форму меновой стоимости. В отличие от меновой стоимости, отражающей пропорции обмена товаров, представительная стоимость отражает пропорции обмена активов широкого класса друг на друга. В основе представительной стоимости лежит социально-психологическое состояние доверия к эмитенту денег, рациональным основанием которого является совокупное национальное богатство страны-эмитента, включая общественный (социальный) капитал. Сущностным свойством денег, по мнению диссертанта, является абсолютная ликвидность (непосредственная и всеобщая обмениваемость), реализующаяся посредством выполнения ими экономических, социальных, информационных и иных функций и находит выражение в различных формах и видах денег. Все остальные свойства денег (качественная однородность, экономическая делимость, сохраняемость, портативность, узнаваемость, безопасность, отсутствие потребительской ценности) соответствуют понятию денег ровно в той мере, в какой они отвечают дефиниции ликвидности и в большей степени относятся к свойствам денежного материала.

Превращение денег в капитал автор связывает с развитием функции денег как средства накопления и сохранения стоимости. Основываясь на сформулированном К. Марксом подходе, что именно в данном качестве деньги отрицают сами себя, становясь, по сути, превращенной формой капитала, диссертант считает, что деньги становятся капиталом не столько тогда, когда они выходят из обращения, а когда они превращаются в инвестиционный процесс. Если в эпоху существования товарных денег их выход из обращения для накопления обуславливал некий аналог рецессионного разрыва с последующим автоматическим восстановлением экономики, то с постепенной утратой деньгами внутренней стоимости выход и последующее возвращение денег в обращение утрачивают черты автоматизма и ставятся в зависимость от многочисленных экономических, политических и психологических причин.



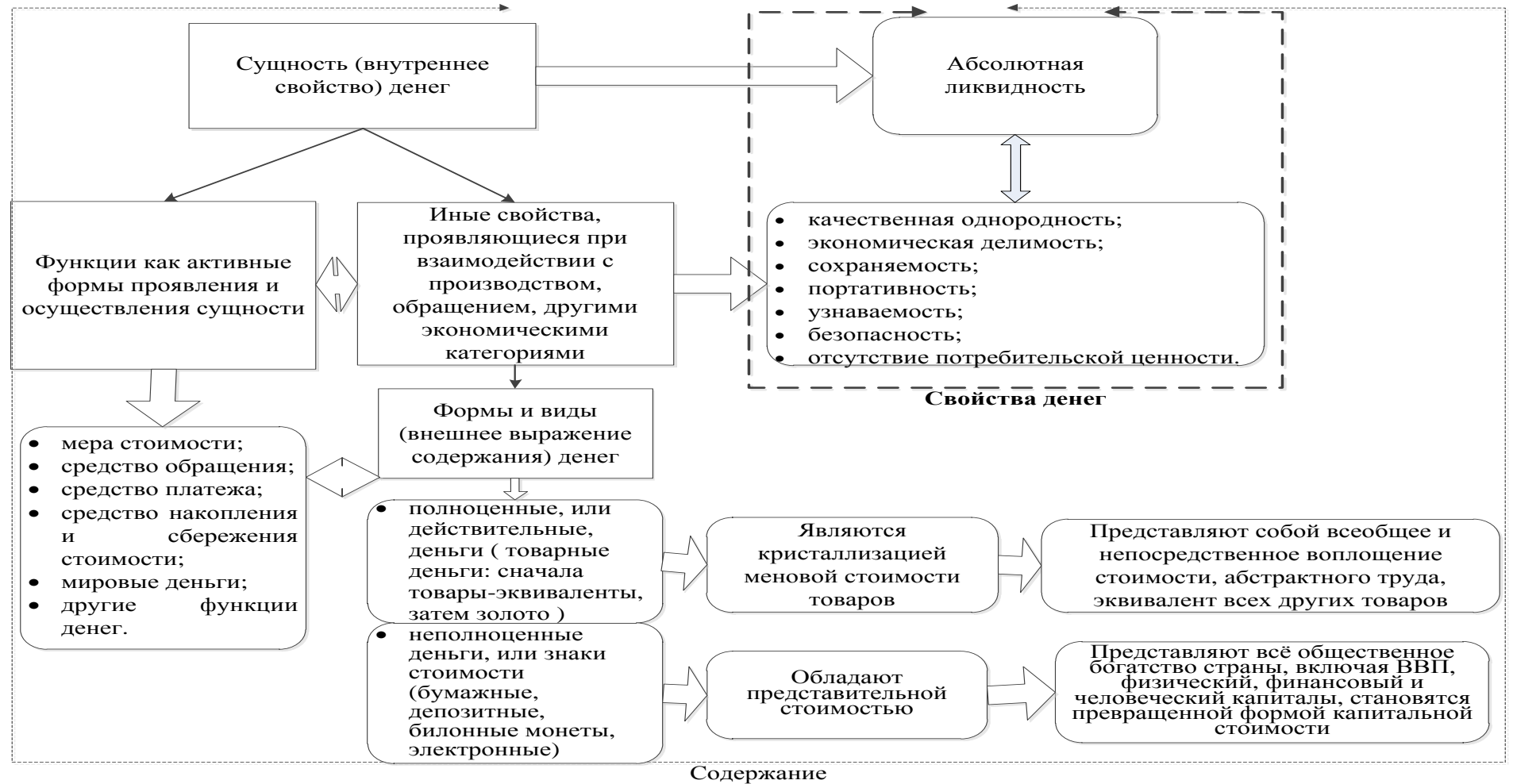


Рисунок 5 – Структура содержания денег

Изучение этих причин находится в центре исследований кейнсианского направления. Практический вектор нашего исследования сущности денег направлен на превращение «избыточных», потенциально инфляционных денег в инвестиции.

**Опираясь на имеющийся в экономической литературе подход к инфляции как процессу перераспределения национального дохода и общественного богатства, автор доказывает, что для идентификации истинной инфляции недостаточно фиксировать повышение уровня абсолютных цен. Необходимо отслеживать также изменение наиболее важных пропорций в системе относительных цен. Данный посыл позволил автору сформулировать вывод о неэффективности денежно-кредитных рестрикций как средства преодоления инфляции и обосновать его результатами практической деятельности Национального банка Республики Беларусь в области реализации денежно-кредитной политики.**

На возможность отрицательной взаимосвязи между темпами роста денежной массы и инфляции указывают многие российские ученые, в частности С. Ю. Глазьев<sup>1</sup>, В. Э. Кроливецкая<sup>2</sup>, С. Р. Моисеев<sup>3</sup> и др. Это подтверждается и статистическими расчетами, проведенными по данным Национального банка Беларуси. Анализ лаговой зависимости индекса потребительских цен (далее – ИПЦ) и индекса прироста  $M_2^*$  в период проведения наиболее жесткой монетарной политики с октября 2008 по март 2010 года показывает сильную *отрицательную* взаимосвязь между данными показателями с лагом в 1 месяц (-0,81). Оценка их взаимосвязи за «наиболее инфляционный» 2011 год показывает временное опоздание  $M_2^*$  по отношению к ИПЦ с лагом в 1 месяц, что также ставит под сомнение положение о денежной природе роста цен. Неэффективность монетарных рестрикций объясняется рядом причин. Во-первых, ориентация денежных властей Беларуси на развитие внешнего спроса приводит к тому, что эмиссия денежной массы определяется спросом и предложением валюты со стороны крупнейших экспортеров. Внутренний сектор в условиях монетарных рестрикций находится в неравном положении по сравнению с обладателями валюты. Во-вторых, для Беларуси характерна высокая степень концентрации производства. Большинство высококонцентрированных предприятий находится в государственной собственности или контролируется им, а, стало быть, они действуют в условиях мягких бюджетных ограничений и не заинтересованы в получении конкурентных преимуществ посредством снижения цен. В этих условиях жертвами монетарных ограничений становится негосударственный сектор, прежде всего малые и средние предприятия. Ограничения финансовых ресурсов, высокие процент-

<sup>1</sup> Глазьев С. Ю. О. практической количественной теории денег, или сколько стоит догматизм денежных властей // Вопросы экономики. 2008. – №7. – С.31-44.

<sup>2</sup> Кроливецкая В. Э. Деньги и денежное предложение в условиях формирования новой модели развития российской экономики: автореф. дис. на соискание ученой степени д-ра экон. наук: 08.00.10 / СПбГЭУ. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2013. – С. 19.

<sup>3</sup> Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – №18. – С. 38-51.

ные ставки ведут к снижению масштабов производства и росту издержек в этих секторах, что в свою очередь способствует росту цен. Кроме того, важным немонетарным фактором инфляции в Беларуси являются цены на топливно-энергетические ресурсы, задающиеся экзогенно, что также делает неэффективными монетарные рестрикции.

**Доказано, что макроэкономическая дискреция, целью которой является полная занятость ресурсов на основе естественной безработицы, и инфляционное таргетирование, предполагающее низкую стабильную инфляцию, имеют единое логическое основание. Низкие положительные значения инфляции дают возможность полного задействования традиционных каналов и инструментов денежно-кредитной политики, что позволило отнести инфляционное таргетирование к монетарной дискреции.**

Инфляционное таргетирование отвечает определенным характеристикам правила денежно-кредитной политики: открытый формат коммуникативной деятельности; установление операционного инструмента исходя из фактического значения конкретного макроэкономического показателя (инфляции) и его отклонения от целевого уровня; четкое количественное определение целевого показателя, что делает его понятным общественности. Однако и макроэкономическая дискреция при обилии операционных инструментов, в общем-то, руководствуется одной целью – «полной занятостью» имеющихся в экономике ресурсов. При этом полной занятостью считается не нулевая безработица, а так называемая «естественная» или же, если использовать кейнсианскую терминологию, *вынужденная безработица*. Кейнсианцы не считают нулевую безработицу совместимой с полной занятостью по причине появляющейся здесь скрытой безработицы и чреватой последующим спадом дороговизны ресурсов. Подобного рода логика, основывающаяся на критериях Парето-эффективности, просматривается и в режиме таргетирования инфляции (таблица 1).

Таблица 1 – Сходство аргументов сторонников макроэкономической дискреции и их «оппонентов»

| Аргументация дискреционной политики   | Аргументация стратегии инфляционного таргетирования  |
|---|--|
| Нулевая безработица обуславливает дороговизну и незанятость ресурсов, падение трудовой дисциплины.  | Нулевая инфляция, а также дефляция, приводят к кризисным явлениям в экономике и повышению реальной процентной ставки.  |
| Естественная безработица соответствует полной занятости располагаемых ресурсов, поскольку позитивно включена в мотивацию экономических агентов, активизирует деловую инициативу и производственную активность | Умеренная инфляция, позиционированная относительно нулевой инфляции, усиливает мобильность финансового капитала, активизирует потребление, содействует уменьшению производственных запасов |

Как видим, аргументация сторонников и противников макроэкономической дискреции, имеют общий логический корень, несмотря на то, что сами аргументы разнятся. Если попытаться найти категорию, объединяющую двух оппонентов, то, как мы полагаем, это будет «полная занятость». Поэто-

му умеренную инфляцию в качестве цели денежно-кредитной политики можно определить как эффективную (полную) занятость денежно-кредитной политики.

**Доказана необходимость перехода от измерения уровня экономического развития различных стран с использованием потоковых показателей к показателям, характеризующим степень финансовой глубины экономики. Разработана интеллект-карта, обосновывающая и отражающая этот переход. Для объективизации категории «общественный (социальный) капитал» автором предложено использование понятия «синергетичности экономики», аппроксимируемого индикаторами финансовой глубины экономики.**

Определение критериев экономического развития на основе базовых институтов денежно-кредитной политики – денег и доверия – позволило прийти к следующим выводам. Оценка уровня экономического развития в рамках ныне действующей парадигмы выявляет ряд проблем, связанных с использованием потоковых показателей ВВП. Эти проблемы являются следствием объективных экономических процессов, проявляющихся в интенсивном замещении физического и природного капитала человеческим, возрастании роли благ коллективного пользования и росте государственных расходов, а также во всё большем усложнении товаров и услуг. Применяемые индикаторы экономического роста, ориентированные на стационарные человеческие потребности, перестают адекватно отражать уровень экономического развития. Наблюдается все большее расхождение динамики цены и качества товаров, работ, услуг. Деньги перестают выполнять функцию меры стоимости. Для органов денежно-кредитной политики фиаско функции меры стоимости представляет собой утрату ориентиров долгосрочной стратегии. Данное обстоятельство во многом определяет нечеткость целевых установок центральных банков не только в странах с формирующимися рынками, но и в развитых странах, наблюдающуюся в последнее время. Использование категории общественного (социального) капитала, предлагаемой многими учеными в качестве основного критерия экономического развития, затруднено из-за сложности структуризации общественного капитала. Предлагаемая нами категория «синергетичность экономики» позволяет окончательно включить институт социального (обезличенного) доверия в систему экономических феноменов. Экономика страны является синергетически сложной, если стоимость активов, институционально выраженных в макроэкономическом контексте, превышает стоимость благ и услуг, предлагаемых на всех доступных рынках. При этом все активы являются обеспеченными, поскольку разница между стоимостью совокупных активов и стоимостью предлагаемых на всех доступных рынках товаров и услуг обеспечивается доверием субъектов хозяйствования и домашних хозяйств. Данное определение предполагает возможность аппроксимации уровня экономического развития с помощью показателей финансовой глубины экономики (рисунок 6).

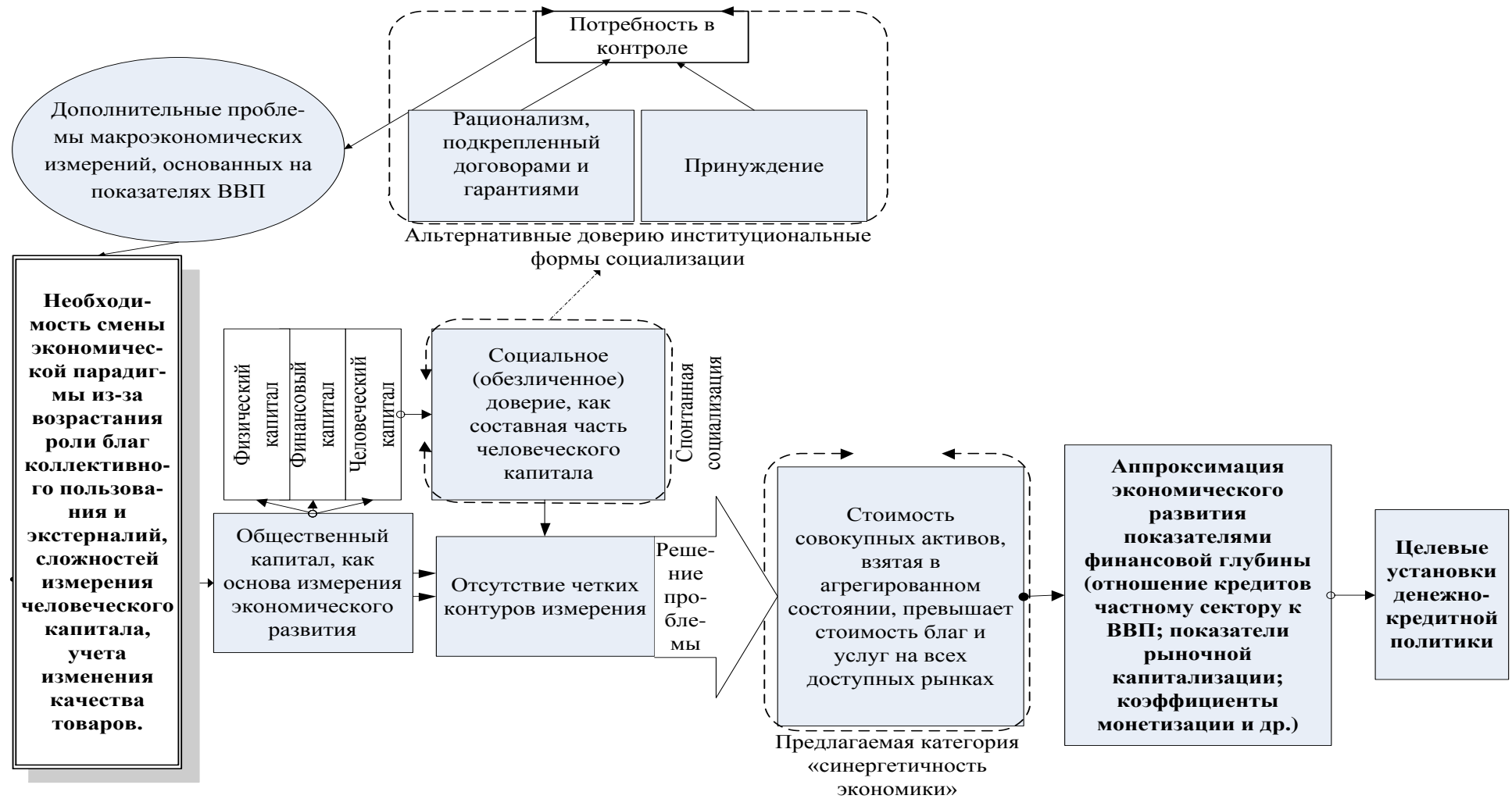


Рисунок 6 – Интеллект-карта перехода от измерения уровня экономического развития с помощью показателей ВВП к его аппроксимации с использованием показателей финансовой глубины

Как свидетельствует практика, наличие соответствующей финансовой глубины экономики позволяет обеспечить более высокий уровень управляемости экономикой страны, высокое качество ее экономического развития, а также дает возможность осуществлять стимулирующую денежно-кредитную политику, поскольку развитый финансовый рынок способен поглощать избыточную ликвидность без значительного роста инфляции.

**На основе компаративного подхода проведен анализ традиционной и нетрадиционной денежно-кредитной политики в развитых странах и странах с формирующимися рынками, что позволило установить квазифискальный характер нетрадиционной денежно-кредитной политики и институциональную недостаточность для ее осуществления.**

Традиционная монетарная политика направлена на поддержание краткосрочной рыночной процентной ставки на определенном уровне посредством использования операций на открытом рынке, сочетающихся с постоянно доступными инструментами поддержания и изъятия ликвидности, а также механизмом обязательного резервирования. Под нетрадиционной монетарной политикой следует понимать совокупность усилий центрального банка по воздействию на рыночные процентные ставки и экономическую активность с использованием иных инструментов, нежели только изменение ключевой краткосрочной процентной ставки. Отсюда следует, что операционной целью монетарной политики становится не столько процентная ставка, сколько увеличение ликвидности. Нетрадиционная монетарная политика активно стала использоваться центральными банками разных стран с начала мирового финансового кризиса в 2008 году. Применяемые в рамках нетрадиционной денежно-кредитной политики меры представлены на рисунке 7.

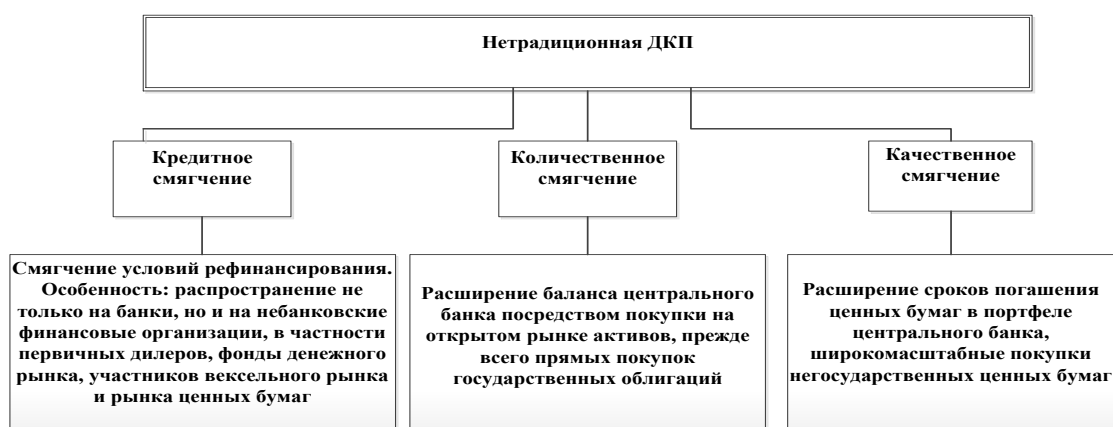


Рисунок 7 – Классификация вариантов нетрадиционной денежно-кредитной политики

Основные различия в нестандартных мерах, принятых в условиях мирового финансового кризиса центральными банками развитых стран и стран с формирующимися рынками, можно свести к следующему:

- развитые страны активно использовали меры балансовой политики (количественное смягчение, кредитное смягчение, расширение сроков погашения портфеля ценных бумаг центрального банка), а страны с формирующимися

рынками основной упор делали на прямые инструменты (например, снижение нормы обязательных резервов);

- интенсивность мер нетрадиционной монетарной политики в развивающихся странах была существенно ниже, чем в развитых странах. В условиях развитого финансового рынка ведущие центральные банки могли широко применять кредитные и количественные смягчения, не опасаясь инфляционных последствий. Развивающиеся страны опасались проводить мягкую денежно-кредитную политику из-за возможного оттока капитала и инфляционных последствий;
- балансы центральных банков развитых стран росли гораздо быстрее и значительнее, чем балансы центральных банков стран с формирующимися рынками, которые увеличивались меньшими темпами из-за почти полного отсутствия кредитных и количественных смягчений, а в отдельных случаях наблюдалось уменьшение их размеров за счет истощения международных резервов.

Анализ показал существенные различия нетрадиционных мер в различных странах в исходных параметрах, целях, применяемых инструментах, сроках, влиянии на балансы центральных банков, степени транспарентности.

Тем не менее, общей чертой нетрадиционной монетарной политики во всех странах, является ее квазифискальный характер. Об этом свидетельствует выявившаяся институциональная недостаточность для ее осуществления: недостаток правовых полномочий центральных банков для решения проблем финансового сектора, необходимость создания структур особого назначения для оказания кредитной поддержки отдельным секторам, отсутствие четкого разграничения полномочий центрального банка и правительства при осуществлении нестандартных мер. Институциональная недостаточность особенно явно была выражена в развитых странах, где традиционно высок уровень независимости центрального банка. Вместе с тем, высокий уровень развития базовых институтов монетарной политики – денег (в широком понимании их сущности) и институционального доверия – позволил монетарным властям развитых стран определить верную стратегию нестандартных мер и обеспечить их эффективность.

**В результате эволюционного анализа целей, инструментов и режимов денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь за период с 2000 по 2014 годы доказано, что она носила в основном рестрикционный характер из-за неверного «диагноза» инфляции, что не способствовало должному экономическому развитию в стране.**

На основе анализа становления и развития денежно-кредитной политики Беларуси в период с 2003 по 2014 гг. автором было доказано следующее:

- опора на таргетирование валютного курса показала неспособность данной стратегии справиться с проблемами инфляции в долгосрочном плане, которая, как было доказано автором, носит в основном немонетарный характер. Немонетарная сущность инфляции в Беларуси позволяет сделать вывод о том,

что монетарные рестрикции не приведут к ожидаемому ограничению роста цен, а могут вызвать лишь снижение темпов экономического развития;

- таргетирование валютного курса никогда не являлось в Беларуси жестким, заранее заданным правилом. Социальные, политические цели, состояние текущего счета платежного баланса на протяжении всего исследуемого периода являлись факторами, отклоняющими фактические значения курса от таргетируемого. Эти факторы определяли и характер денежно-кредитной политики в тот или иной период – рестрикционный или экспансионистский;
- низкий уровень монетизации белорусской экономики при высоких темпах инфляции показывает несоответствие объема денежной массы потребностям экономического развития страны<sup>4</sup>;
- основным каналом поступления денежной массы в экономику республики в анализируемом периоде был валютный канал;
- анализ, проведенный по статистическим данным Национального банка, показал, что органы государственного управления с марта 2005 года выступают по отношению к Национальному банку как чистые кредиторы. Основная сумма обязательств Национального банка перед органами государственного управления приходится на средства в иностранной валюте. По состоянию на 01.01.2015 года доля обязательств в иностранной валюте в общей сумме обязательств перед органами государственного управления составила 89%. Депозиты правительства в иностранной валюте являются основной балансирующей статьей увеличения чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования (коэффициент корреляции между чистыми иностранными активами и чистыми обязательствами перед правительством близок к единице), а, значит, в конечном счете, играют роль ограничителя роста денежной массы. Из этого следует, что бюджетный канал денежного предложения в Беларуси не работает. В целом рынок государственного долга в республике развит слабо, доходность государственных ценных бумаг практически не оказывает влияния на общий уровень процентных ставок в экономике. Государственные ценные бумаги почти не используются в регулировании денежного предложения, что снижает возможности осуществления традиционной монетарной политики;
- в условиях низкой способности банковской системы к созданию денег (величина банковского мультипликатора в Беларуси составляет всего 2,3) и отсутствия фондового канала их поступления в экономику важным источником поставки ликвидности становится кредитование банков со стороны центрального банка. Развитию кредитного канала денежного предложения в Республике Беларусь препятствует распространенное в среде экономического истеблишмента представление об инфляционных последствиях роста кредитов экономике. Это мнение усилилось после белорусского кризиса 2011 года, одной из основных причин которого многие называют расширительную денежно-кредитную политику Национального банка. Использование в расчетах для

---

<sup>4</sup>По данным официальной статистики коэффициент монетизации по  $M_2^*$  в Республике Беларусь за 2014 год составил всего 11,3%.



оценки роли кредитного канала предлагаемого нами коэффициента кредитной активности центрального банка (коэффициента рефинансирования), представляющего собой отношение величины чистого рефинансирования к величине денежной базы, позволяет выявить периоды наибольшей активности Национального банка на кредитном рынке и периоды преобладания изъятий текущей ликвидности из банковской системы. Проведенный нами кросс-корреляционный анализ показал отсутствие статистически значимой связи между рефинансированием Национального банка и выдачей новых кредитов со стороны банковского сектора. Наибольшую степень корреляции коэффициент рефинансирования показывает с величиной спреда между однодневной ставкой МБК в национальной валюте и ставкой рефинансирования без сдвига (0,6), что подтверждает выполнение Национальным банком своей основной задачи в части рефинансирования – сглаживание колебаний текущей ликвидности. Динамика коэффициента кредитной активности Национального банка представлена на рисунке 8.

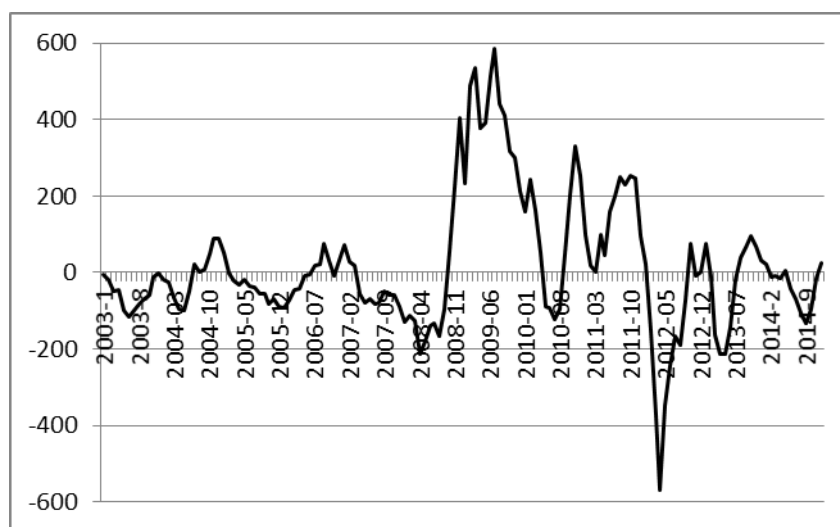


Рисунок 8 – Динамика коэффициента чистого рефинансирования в 2003-2014 годах

Источник: рассчитано по данным Национального банка Беларуси

Выступая за развитие рефинансирования в республике, автор вместе с тем не согласен с мнением тех исследователей, которые считают, что необходимо развивать инструменты рефинансирования с более длительными сроками предоставления кредитов, в том числе систему долгосрочного инвестиционного рефинансирования. Мы рассматриваем использование центральными банками долгосрочных инструментов как временную меру, позволяющую снять финансовые проблемы в отдельные периоды экономического развития. Вводя в систему рефинансирования на постоянной основе инструменты инвестиционной направленности, центральный банк тем самым ставит перед собой стимулирующие задачи. А установление одновременно столь разноплановых целей – стимулирование экономического роста и монетарной стабильности – приводит к их конфликту и снижению эффективности их достижения. Специалисты подобную ситуацию называют «целевым сдвигом монетарной политики», с чем мы согласны.

Анализ эффективности денежно-кредитной политики за период с 2003 по 2014 годы с точки зрения совершенствования системы применяемых инструментов показал, что наиболее успешным явился период с 2006 по 2008 годы, когда открытость монетарной политики, качество и эффективность выполнения прогнозных показателей были наиболее высокими.

Начиная с 2009, и особенно с 2011 года существенно снизилась роль процентного канала денежно-кредитной трансмиссии, о чем свидетельствуют такие данные как: изменение структуры операций регулирования текущей ликвидности банковской системы в направлении снижения роли аукционных операций и усиления роли двусторонних операций, направленных на поддержку крупнейших банков; расширение процентного коридора по постоянно доступным инструментам поддержания и изъятия ликвидности (по состоянию на 01.01.2015 года она составила 33 п. п); увеличение волатильности ставок по однодневным межбанковским кредитам в белорусских рублях и рост величины спреда между ставкой МБК и ставкой рефинансирования. Ставка рефинансирования в Беларуси окончательно утратила роль инструмента предоставления ликвидности банкам второго уровня и в настоящее время выполняет техническую роль базы для расчета ставок финансового рынка, является скорее инструментом валютной политики Национального банка посредством управления сберегательным поведением населения.

**Предложена авторская концепция реформирования институциональной структуры монетарной политики в Республике Беларусь, предполагающая создание отдельной макроструктуры – Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала).**

При разработке концептуальных положений автор исходил из следующих тенденций развития национальной и мировой экономики:

- показатели финансовой глубины свидетельствуют о недостаточном развитии рынка капитала в Республике Беларусь;
- небанковское финансовое посредничество в стране практически не развито;
- инвестиционная активность населения сосредоточена в основном в банковском секторе;
- ликвидность рынка ценных бумаг является крайне низкой;
- предпринимательская активность в республике, которая оценивалась нами в основном по степени развития малого и среднего бизнеса, является низкой в сравнении с развивающимися странами, не говоря уже о развитых странах;
- неразвитость рынка капитала, отсутствие возможности диверсификации вложений приводят к недостатку источников долгосрочного финансирования инвестиций и являются причинами периодически возникающих валютных кризисов в Республике Беларусь;
- в странах с банкоориентированными финансовыми рынками может наблюдаться дефицит ресурсов для долгосрочного инвестирования еще и потому, что преобладание краткосрочных обязательств является традиционной осо-

бенностью баланса банка. В странах с формирующимися рынками эта особенность приобретает ярко выраженный характер. Так, в 2014 году в структуре вкладов белорусских банков доля вкладов в белорусских рублях сроком свыше трех лет составила всего 0,5% от общей суммы новых вкладов в национальной валюте;

- в последние годы структура и объемы долгосрочного инвестирования повсеместно претерпели существенные изменения: наблюдается движение банковских бизнес-моделей в направлении объектно-ориентированного финансирования на оптовых рынках; после кризиса возникли проблемы бюджетных ограничений на государственные расходы; новые Базельские правила снижают возможности банков в обеспечении долгосрочного финансирования; дезинтермедиация и рост рынков капитала приводят к тому, что основными поставщиками долгосрочного капитала становятся небанковские институциональные инвесторы;

- в странах с формирующимися рынками существуют серьезные препятствия развитию долгосрочного инвестирования, как стороны институционального, так и со стороны массового инвестора, которые можно свести к следующему: отсутствие надлежащих финансовых инструментов для инвестора, недостаточность гарантий от рисков; отсутствие качественной информации о проектах; неопределенность рисков и трудность оценок в условиях отсутствия регулярного рынка; недостаточность знаний потенциальных инвесторов в области финансовых вложений и технологий различных проектов. Тем не менее основным, по нашему мнению, препятствием для развития инвестиционной и предпринимательской деятельности в Беларуси является психологический фактор, выражающийся в кризисе вертикального и горизонтального доверия. В основе данного кризиса лежит ряд причин: (1) адаптивные ожидания, (2) действие парадоксов голосования, (3) действие парадокса выбора, содержание которых было раскрыто в диссертационном исследовании.

Все эти факторы обуславливают необходимость институциональной реформы монетарной политики в направлении повышения ее эффективности, формирования механизмов долгосрочного инвестирования, развития эффективного институционального взаимодействия субъектов макроэкономического регулирования. В этой связи автор предлагает создание отдельной макроструктуры – Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала).

Основной целью создания отдельной макроструктуры является освобождение центральных банков от несвойственных им фискальных функций, а также снижение их балансовых рисков. Для стран с формирующимися рынками важнейшей целью создания и функционирования новой макроструктуры является формирование и спецификация оборотов финансового капитала, что в свою очередь позволит повысить уровень монетизации экономики на безинфляционной основе.

Предполагается, что в отличие от уже существующих национальных и международных регуляторов рынка (Совета по финансовой стабильности (СФС), Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA)

и других) Инвестиционный банк первого уровня в процессе осуществления своей деятельности будет участвовать в непосредственном формировании, распределении и перераспределении денежных потоков национальной экономики, и, следовательно, принимать на себя фискальные, монетарные, финансовые, балансовые и иные риски, связанные с реализацией своих задач.

Автор считает, что Инвестиционный банк первого уровня (банк капитала) должен обладать особым статусом публично-правового института, не являясь в тоже время органом государственной власти. Предполагается, что Инвестиционный банк будет содействовать выполнению Национальным банком своих функций по осуществлению традиционными мерами дискреционной денежно-кредитной политики.

Составить представление о взаимодействии в процессе осуществления макроэкономической политики трех макроструктур (с учетом предлагаемого Инвестиционного банка первого уровня (БК)) позволяют данные нижеследующей таблицы 2 (в строках показаны источники воздействия, в столбцах – акцепторы).

По нашему мнению именно такое взаимодействие трех макроэкономических институтов должно содействовать развитию и формированию социального капитала как части национального богатства, позитивных долгосрочных ожиданий, сбалансированному экономическому росту на безинфляционной основе.

Особое внимание в диссертационной работе уделено роли Инвестиционного банка (банка капитала) в инициировании инвестиционного спроса. Инвестиционный спрос формируется в модели Инвестиционного банка первого уровня таким образом, чтобы специфицировать оборот капитала, отделив его от товарно-денежных оборотов. При этом принципиальная особенность схемы привлечения средств в Инвестиционный банк, которая имеет своим аналогом применяемую в Беларуси, Чехии, Германии и ряде других стран систему стройсбережений, заключается в том, что вклады осуществляются не под строительство жилой недвижимости, а под инвестиционные проекты, то есть, реализация бизнес-проекта становится возможной только при условии взаимной поддержки потенциальными инвесторами друг друга посредством депозитных вложений. По окончании сберегательного этапа инвестиционные сбережения инвесторов-вкладчиков трансформируются в акции или другие формы участия в капитале бизнес-проекта, что позволит специфицировать оборот денежных средств под бизнес-проекты (инвестиции) и свяжет поступающую в обращение дополнительную денежную массу.

Таблица 2 – Предлагаемая матрица взаимодействия между макроэкономическими институтами

|   | <b>Центральный банк</b>  | <b>Центральное правительство</b>  | <b>Инвестиционный банк первого уровня (банк капитала)</b>   |
|---|--|---|---|
| <b>Центральный банк</b>                                   | Традиционная денежно-кредитная политика главным образом посредством процентного канала. Основная цель – стабильность цен   | Финансовый агент правительства  | Посредством процентной политики создает основу для установления процентных ставок по активным и пассивным операциям БК  |
| <b>Центральное правительство</b>                          | Взаимодействие в разработке и осуществлении денежно-кредитной политики   | <b>Налогово-бюджетная политика</b>  | Участие в разработке государственной программы приватизации. Информационная поддержка приватизационных и инвестиционных проектов  |
| <b>Инвестиционный банк первого уровня (банк капитала)</b> | Освобождает центральный банк от рисков, связанных с необходимостью осуществления нетрадиционной денежно-кредитной политики. Посредством оборотов финансового капитала оборотами производительного капитала дает возможность увеличения эмиссионного дохода и повышения монетизации экономики. Формирует и развивает базовые институты денежно-кредитной политики. Способствует снижению ставок денежного рынка | Снижение затрат, связанных с контролем, и повышение эффективности управления приватизированных предприятий. Увеличение возможности нахождения стратегического инвестора для приватизируемых предприятий. Поступление доходов в бюджет от приватизации | Формирование и регулирование финансового рынка (регулирование цен активов). Открытие инвестиционных вкладов потенциальным инвесторам. Посредничество в приватизации и акционировании инвестиционных проектов. Номинальный держатель акций приватизируемых предприятий |

Депозитно-инвестиционная деятельность Инвестиционного банка первого уровня должна отвечать следующим принципам:

- аккумуляирование средств в Инвестиционном банке должно быть публичным с целью определения рейтинга инвестпроекта. Рейтинги должны быть максимально доступны и широко охватывать контактные аудитории посредством аренды электронных площадок Национального центра маркетинга и конъюнктуры цен, Белорусской универсальной торговой биржи, Белорусской валютно-фондовой биржи, других деловых площадок и административных Интернет-ресурсов;

- форма представления инвестпредложений должна определяться экспертами Инвестиционного банка. Она должна быть унифицирована, хотя возможна конкретизация в зависимости от отрасли, масштаба проекта или по другим признакам;

- целесообразно предусмотреть предварительную экспертизу инвестиционных проектов в Инвестиционном банке. В последующем можно предусмотреть оказание платных услуг со стороны Инвестиционного банка по оформлению идеи в инвестпроект, пригодный для оценки и голосования.

Основными инструментами достижения макроэкономической стабильности, заложенными в модели Инвестиционного банка (банка капитала), являются: 1) особая депозитно-инвестиционная схема привлечения средств физических и юридических лиц под инвестиционные проекты; 2) покупка ценных бу-

маг отдельных предприятий как гарантия первичного размещения (коммерческий и некоммерческий андеррайтинг) с принятием на себя риска неразмещения; 3) покупка и продажа ценных бумаг на вторичном рынке для повышения их ликвидности и стабилизации цен на активы; 4) валоризация акций ключевых фирм.

Несмотря на ряд общих черт действующих инвестиционных банков, банков развития и предлагаемого Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала), между данными институтами существуют принципиальные отличия, о которых можно судить на основании данных, представленных в таблице 3.

Таблица 3 – Сравнительная характеристика предлагаемого Инвестиционного банка первого уровня, классических инвестиционных банков и банков развития

| Критерии              | Инвестиционный банк   | Банк развития   | Предлагаемый Инвестиционный банк  |
|-----------------------|---|---|---|
| Характер деятельности | Коммерческий  | Некоммерческий: не преследует цели получения прибыли, руководствуются общегосударственными интересами     | Некоммерческий: не преследует цели получения прибыли  |
| Форма собственности   | Акционерная форма собственности частных лиц   | Государственная собственность   | Государственная собственность   |
| Сфера деятельности    | Оптовый рынок корпоративных ценных бумаг  | Инвестиционные проекты, включенные в государственные программы и мероприятия                              | Экономика в целом   |
| Ресурсная база        | Собственный капитал, кредиты коммерческих банков и других кредитно-финансовых институтов  | Собственный капитал, бюджетные ассигнования, привлечение депозитов юридических лиц, кредиты других банков | Собственный капитал, инвестиционные сбережения (вклады) физических и юридических лиц, осуществляемые под конкретные проекты   |
| Активные операции     | Вложения в ценные бумаги частных компаний и корпораций (наибольший удельный вес), в государственные ценные бумаги   | Прямые кредиты предприятиям в соответствии со стратегическими целями государства                          | Вложения в ценные бумаги в режиме валоризации акций, среднесрочные и долгосрочные кредиты   |
| Иные операции         | Услуги по реструктуризации бизнеса посредством слияния и поглощения, финансовая аналитика, консультационные услуги, посреднические операции, депозитарно-кастодиальные услуги | Предоставление гарантий, страхование кредитов   | Консультационные услуги, разработка бизнес-планов, вынесение экспертных заключений относительно целесообразности реализации бизнес-проектов, организация приватизационных аукционов |

Автором разработан Устав инвестиционного банка первого уровня, а также примерная структура его баланса.

Приватизация, осуществляемая в определенной денежной оболочке, является одним из важных факторов синергетического усложнения экономики. Автором предложена модель приватизации государственной собственности в Республике Беларусь на основе модели Инвестиционного банка первого уровня, основным преимуществом которой является получение предприятиями широкого доступа к финансированию, увеличение возможностей получения предприятиями стратегического инвестора, высокие темпы формирования рынка капитала, личное участие инвестора в управлении предприятием.

При разработке оптимальной схемы приватизации мы поставили задачу, во-первых, объединения достоинств двух ее форм – купонной приватизации с ее социальным акцентом и приватизации посредством публичного размещения акций, обеспечивающей приток финансирования в компанию и повышение ликвидности капитала, во-вторых, обеспечения экономической эффективности приватизируемых предприятий.

Модель приватизации посредством Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала) должна включать в себя следующие элементы: оформление процесса приватизации как государственной программы, что придаст ему значимость и обеспечит информационную поддержку; прозрачность и гласность критериев внесения (невнесения) предприятий в приватизационные списки; четкое определение количества траншей приватизации и времени начала и окончания каждого транша; определение доли собственности, подлежащей приватизации населением в каждом транше; альтернативность приватизационных планов (инициатива приватизации может исходить от государства, предприятия, потенциальных инвесторов); инвестиционные вклады в Инвестиционном банке могут открываться только после широко объявленного начала транша; сроки окончания сберегательного этапа и начала инвестиционного этапа должны быть четко определены; во время сберегательного этапа номинальным держателем акций является Инвестиционный банк (он будет обладать правом покупки акций в случае отсутствия спроса); транши делятся на туры, количество туров в каждом транше может быть разным; первоначальная стоимость акций во время первого тура должна быть одинаковой; заявки удовлетворяются, исходя из суммы каждого вклада, а оставшиеся акции переносятся в следующий тур, где их цена будет формироваться, исходя из сумм инвестиционных вкладов под данный проект. Таким образом, создание Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала) позволит Республике Беларусь получить эффективный механизм трансформации денег в капитал, сбережений в реальные инвестиции, а так же сформировать набор инструментов для спецификации капитала и, следовательно, предоставит Национальному банку возможность осуществлять расширительную денежно-кредитную политику традиционными методами и на безинфляционной основе.

В таблице 4 представлен предлагаемый базис макроэкономической системы как пространства трех измерений: потоковых показателей, основным из которых является ВВП; общественного (социального) капитала; системы долговременных ожиданий субъектов хозяйствования.

Таблица 4 Предлагаемая институциональная матрица макроэкономики

| Институт   | Функции  | Преимущества<br>сфера действия | Объект<br>воздействия  | Промежуточная<br>цель  | Конечная цель,<br>устанавливаемая<br>исходя из<br>приоритета<br>поточковых<br>показателей | Три измерения<br>макроэкономики                 |
|--|--|--------------------------------|--|--|---|---|
| Центральный банк                                   | Традиционная денежно-кредитная политика  | Денежный рынок                 | Ключевая процентная ставка   | Поддержание положительных процентных ставок и низкой инфляции                              | Стабильность цен  | Социальный капитал                              |
| Инвестиционный банк первого уровня (банк капитала) | Формирование рынка капитала. Регулирование финансового рынка (нетрадиционная денежно-кредитная политика) | Рынок капитала                 | Цены активов   | Создание оборотов финансового капитала, обеспеченного оборотами производственного капитала | Финансовая стабильность   |   |
| Центральное правительство                          | Фискальная политика  | Бюджетные отношения            | Налоги, трансферты, государственные расходы, государственные закупки | Воздействие на совокупный спрос и совокупное предложение                                   | Устойчивый экономический рост   | Потоковые показатели: уровень и темпы роста ВВП |

Предложенным макроэкономическим измерениям соответствуют три макроэкономических института: центральное правительство, центральный банк и Инвестиционный банк первого уровня. Устанавливая соответствие одного из трех измерений макроэкономическому институту, мы лишь определяем большую степень участия данного института в достижении данной цели. Все три института должны содействовать развитию и формированию социального капитала, позитивных долгосрочных ожиданий и экономическому росту.

### III. ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ (ЗАКЛЮЧЕНИЕ)

Исследование теоретико-методологических основ денежно-кредитного регулирования, компаративный анализ практических аспектов денежно-кредитной политики позволил выработать концепцию реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики в Республике Беларусь.

В диссертационной работе поставлены и решены задачи определения сущности, видов и взаимодействия институтов современной денежно-кредитной политики; выявлены особенности институциональной структуры денежно-кредитной политики в странах с формирующимися рынками; определены новые критерии экономического развития на основе категории синергетичности экономики, аппроксимируемой индикаторами финансовой глубины; определено экономическое содержание трансформации инструментов денежно-кредитной политики от традиционных к нетрадиционным механизмам регулирования ликвидности; проведен компаративный анализ традиционной и нетрадиционной денежно-кредитной политики в развитых странах и странах с формирующимися рынками для теоретического обоснования экономической сущности и институциональной обеспеченности нетрадиционной денежно-кредитной политики; выполнен анализ становления и развития денежно-кредитной политики в Республике Беларусь; на основе кросс-корреляционного анализа исследовано взаимодействие основных денежно-кредитных переменных в реализации монетарной политики Национального банка Республики Беларусь; выявлена ошибочность ограничительной денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь. Определено, что трилемма денежно-кредитной политики является верной и для Республики Беларусь, а именно:



любая форма воздействия центрального банка на валютный курс в условиях международной интегрированности финансовых рынков делает невозможным проведение независимой денежно-кредитной политики. Доказано, что из известных в экономике каналов денежно-кредитной трансмиссии в Республике Беларусь в полной мере задействован канал обменного курса. Неразвитость финансового рынка и административный характер распределения кредитных ресурсов являются основными причинами неэффективности процентного канала, широкого и узкого каналов кредитования, канала стоимости активов. Анализ соответствия объема денежной массы потребностям экономического развития показал низкий уровень монетизации экономики Беларуси при высоких темпах инфляции. Установлено, что главным условием осуществления расширительной денежно-кредитной политики является разветвленный и достаточно ликвидный рынок капиталов. Для формирования рынка капитала предложено создание отдельной макроструктуры: Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала). Особая депозитно-инвестиционная схема данного института позволит специфицировать сбережения населения и субъектов хозяйствования, интенсифицировать инвестиционный спрос, диверсифицировать инвестиционную активность населения и организаций. В задачи Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала) будет входить содействие в приватизации государственной собственности, создание рынка капитала, обеспеченного оборотами производительного капитала, и регулирование финансового рынка на постоянной основе.

Особая роль этого института будет определяться спецификой привлечения средств для последующего их инвестирования. Импликативный характер инвестиций позволит обособить оборот капитала от денежного оборота и повысить монетизацию экономики без губительных для нее инфляционных последствий. В дополнение к этому, создание такого института освободит центральные банки от непрофильных функций и сделает возможным проведение монетарной дискреции.

#### IV. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

##### Монографии, главы в монографиях

1. Золотарева О. А. Денежно-кредитная политика: от мейнстрима к постсоветским реалиям: монография / О. А. Золотарева. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – 282 с. – 17,75 п. л.
2. Золотарева О. А. Фонды развития как катализаторы привлечения инвестиций в экономику Республики Беларусь // О.А. Золотарева, Б. И. Соколов, В. В. Иванов. Банки и фонды капиталов. – СПб.: НПК «РОСТ», 2011. – 14,725 п. л./ 1,73 п. л.
3. Золотарева О. А. Факторы и перспективы посткризисных структурных трансформаций в белорусской экономике: коллективная монография / С. Ю. Солодовников [и др.]; под науч. ред. К. К. Шебеко. – Пинск: ПолесГУ, 2010. – 20,75 п. л./ 0,4 п. л.

4. Минченко О. А. (Золотарева О. А.) Микро- и макрорегулирование экономики в условиях перехода к рынку / О.А. Минченко, М.В. Научитель, Б.В. Сорвилов, Е.П. Цибина и др. – Мозырь: РИФ «Белый ветер», 1999. – 17, 44 п. л./2,09 п. л.

5.

**Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях, рекомендованных ВАК России**

6. Золотарева О.А. Институты денежно-кредитной политики: сущность, виды, взаимодействие / О. А. Золотарева//Российское предпринимательство. – 2014. – № 20 (266). –С. 29-43.– 0,6 п. л.

7. Золотарева О.А. Экономическое развитие: поиски новых критериев / О. А. Золотарева// Креативная экономика. – 2014. – № 10 (94). – С. 3-14. – 0,6 п. л.

8. Золотарева, О. А. Новым макроэкономическим вызовам – новые институциональные факторы / О. А. Золотарева// Финансы и бизнес. – 2014. – № 2. – С. 28-39. – 0,91 п. л.

9. Золотарева О. А. Дискурс о денежно-кредитной рестрикции в Республике Беларусь / О. А. Золотарева// Проблемы современной экономики. – 2014. – № 1. – С. 201-206. – 0,7 п. л.

10. Золотарева О.А. Белорусская экономика против монетарного мейнстрима / О. А. Золотарева// Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2014. – №2(20). – С. 137-146. – 0,64 п. л.

11. Золотарева О.А. Деньги как ликвидное поле / О. А. Золотарева// Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2013. – №4 (82) – С. 16-23. – 0,53 п. л.

12. Золотарева О.А. Сужение процентного канала монетарной трансмиссии / О. А. Золотарева// Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2013. – Т.6, №1. – С.42-53. – 0,51 п. л.

13. Золотарева О.А. Неинфляционные пути регулирования уровня монетизации белорусской экономики / О. А. Золотарева // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2011. – № 13 (132). – С. 185-190. – 0,58 п. л.

14. Золотарева О.А. Эволюция денежно-кредитного регулирования в современном мире/ О. А. Золотарева // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2012. – № 5. – С. 25-29. – 0,5 п. л.

15. Золотарева О.А. Инфляционное таргетирование: от дискреции к правилу? / О. А. Золотарева// Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2012. – Т.6, №1. – С.126-134. – 0,46 п. л.

16. Золотарева О.А. Проблема идентификации денежной субстанции в экономической науке / О. А. Золотарева // Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2012. – Т.6, №4. – С.38-47 – 0,55 п. л.

17. Золотарева О. А. Белорусский кризис: причины и преодоление/ О. А. Золотарева // Финансы и бизнес. – 2012. – №. 4. – С. 87-94. – 0,45 п. л.

18. Золотарева О.А. Репутационная ответственность центрального банка как основа эффективности нетрадиционной денежно-кредитной политики / О. А. Золотарева// Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2013. – №1(15). – С. 14-19. – 0,67 п. л.

19. Золотарева О.А. Доверие как основа ординалистского подхода к оценке уровня ликвидности в экономике/О. А. Золотарева// Известия Санкт-Петербургского госу-

дарственного университета экономики и финансов. – 2013. – №2 (80) – С. 7-11. – 0,5 п. л.

20. Золотарева О.А. Расширение балансов центральных банков: порочный круг накопительства / О. А. Золотарева // Вестник Оренбургского государственного университета. – 2013. – №8 (157). – С. 175-183. – 0,55 п. л.

21. Золотарева О.А. Глобальный инфаркт /О.А. Золотарева, А.А. Минченко, Е.А. Колесник // Философия хозяйства. – 2010. – № 5. – С. 192-202. – 0,6 п. л./0,2 п. л.

### **Статьи в профессиональных журналах и научных сборниках**

22. Минченко О. А. (Золотарева О. А.) Регулирование кредитной системы в контексте опыта развитых стран / О. А. Минченко // Финансы, учет, аудит. – 1995.- №10 (22). –с. 32-34 – 0,25 п. л.

23. Минченко О. А. (Золотарева О. А.)Некоторые вопросы минимизации банковских рисков / О. А. Минченко // Проблемы экономической науки на пороге XXI века: Сборник научных трудов. В 2-х частях. – Гомель: Изд-во ГГУ им. Ф. Скорины, 1999. – с. 197-202. – 0,3 п. л.

24. Золотарева О. А. Проблема макроэкономического диагноза / О. А. Золотарева, А. А. Минченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. Випуск 27. - Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – с. 39-51 – 0,75 п. л./0,38 п. л.

25. Золотарева О. А. Хеджирование как способ управления финансовыми рисками / О. А. Золотарева, Л. В. Федосенко// Теоретические и практические проблемы формирования инновационной экономики: Восьмые Друкеровские чтения, посвящ. 100-летию со дня рождения П. Друкера: сб. науч. ст.. – Гомель: ЦИИР, 2009. – С. 328-330. – 0,23/0,12.

26. Zolotareva O. Deduction of the Bank of Capital as a Third Macroeconomic Subject / O. Zolotareva, K. Shebeko// Economic Research Papers. Fachhochschule der Deutschen Bundesbank – University of Applied Sciences – Hachenburg /DEUTSCHE BUNDESBANK EUROSISTEM. – 2010. – Vol. 1. – с. 1-13 – 0,45 п. л./0,23 п. л.

27. Золотарева О. А. Банк капитала / О. А. Золотарева, К. К. Шебеко, А. А. Минченко // Экономика и банки. – 2010. – № 1. – С. 16-29. – 1,49 п. л./0,5 п. л.

28. Золотарева О. А. Белорусская монетарная политика: вызов – ответ / О. А. Золотарева, К. К. Шебеко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір: (збірник наукових праць). – Львів, 2012. – Вип. 2(94). – С. 17-27 – 0,48 п. л./0,24 п. л.

29. Zolotareva O.A. Banca di investimento implicita // O.A.Zolotareva, A.A.Minchenko. Italian Science Review. 2014. – 3(12). – PP. 244-247. – 0,26 п. л./ 0,13 п. л. – URL: <http://www.ias-journal.org/archive/2014/march/Zolotareva.pdf>

30. Золотарева О. А. Банк капитала как третий макроэкономический субъект / О. А. Золотарева // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір (збірник наукових праць). – Львів, 2014. – Вип. 1 (105). – С. 370-377 – 0,44 п. л.

31. Золотарева О. А. Перспективы развития институциональной структуры финансового сектора стран с растущими рынками/ О. А. Золотарева, О. А. Теляк //Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. – 2013. – № 6 (62) – С. 161-165. – 0,44 п. л./ 0,22 п. л.

32. Золотарева О. А. Коллективные формы инвестирования: возможные направления и перспективы развития в постсоветских экономиках / О. А. Золотарева, В. Ю. Друк // *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць*. Х.: ХІБС УБС НБУ, 2014 – Випуск 1(16) – С. 198-207. – 1 п.л./0,5 п. л.

33. Золотарева О. А. Совершенствование институциональной инфраструктуры финансовых систем в странах с формирующимися рынками / О. А. Золотарева, О. А. Теляк // *Финансовый простор. Международный научно-практический журнал*. – 2014. – № 3 (15). – с. 111-115. – 0,4 п. л./ 0,2 п. л.

#### **Доклады на научных конференциях и другие научные публикации**

34. Минченко (Золотарева) О.А. Бюджетные и налоговые системы зарубежных стран / О. А. Минченко, М. В. Научитель, Б. В. Сорвилов – Гомельский центр научно-технической и деловой информации, 1998. – 7,56 / 2,52 п. л.

35. Золотарева О.А. Современные проблемы денежно-кредитного регулирования экономики Республики Беларусь / О. А. Золотарева, В. Ф. Бабына// *Актуальные проблемы развития экономической науки: материалы Междунар. науч. конф. – Чтений, посвященных памяти М. В. Научителя, Гомель, 22-23 мая 2008 г.* – Гомель: ЦИИР, 2008. – С.47-51 – 0,47 п. л./0,24 п. л.

36. Золотарева О. А. От кризиса экономической материи к кризису экономической науки / О. А. Золотарева, А. А. Минченко // *Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків: Матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції. 15-16 жовтня 2009.* - Черкаси: ЧІБСУБСНБУ, 2009. – с. 37-39. - 0,1 п.л./0,05 п.л.

37. Zolotareva O. Synergy of two central banks in one national economy // 20 years of technical central bank cooperation/ О. Zolotareva, К. Shebeko/ DEUTSCHE BUNDESBANK EUROSISTEM. – с. 40-43 - 0,21п. л./0,11п. л.

38. Золотарева О. А. Диалектика инструментов денежно-кредитной политики: движение к антиномии?/ О. А. Золотарева// *Финансовые рынки Европы и России. Устойчивость национальных финансовых систем: поиск новых подходов: сборник материалов III Международной научно-практической конференции. 18-19 апреля 2012 года. В двух частях. Часть I.* – Спб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2012. – с. 129-132–0,17 п. л.

39. Золотарева О. А. Коэффициент монетизации как показатель эндогенной синергетичности экономики / О. А. Золотарева // *Банковская система: устойчивость и перспективы развития: материалы третьей международной научно-практической конференции по вопросам банковской экономики, г. Пинск, 17-18 мая 2012 г.* – Пинск: ПолесГУ, 2012. – с. 13-14 –0,12 п. л.

40. Золотарева О.А. Функции обязательного резервирования: компаративный подход/О.А. Золотарева//*Проблемы и пути социально-экономического развития: город, регион, страна, мир. III Международная научно-практическая конференция, 28 декабря 2012 г. Сборник статей.* – Санкт-Петербург, 2013. – С. 228-236. –0,4 п. л.

41. Золотарева О. А. Проблема идентификации истинной инфляции / О. А. Золотарева// *Модернизация экономики и управления: I Международная научно-практическая конференция. 27 марта 2013 года: сборник научных статей.* – Ставрополь: Ставролит, 2013. – Часть II. – С. 174-177 –0,37 п. л.

42. Золотарева О.А. Банк капитала: новый инструмент регулирования финансовых рынков / О. А. Золотарева// *Устойчивое развитие: общество и экономика: материалы Международной научно-практической конференции, посвященной 290-летию Санкт-Петербургского государственного университета. 23-26 апреля 2014 года.* – СПб: Нестор-История, 2014 – С.63-64 – 0,11 п. л.